

Afobado come cru - I

Externa
AFFONSO CELSO PASTORE

O enorme destaque dado à conversão da dívida em capital de risco parece-me desproporcional a seus benefícios para o País. Julgo assistir a mais um lamentável equívoco, no qual **brokers**, buscando negócios, vendem a imagem de um "esquema mágico", quando, na realidade, sequer temos um arremedo de solução.

A conversão representa um cancelamento de registro, junto ao Banco Central, de dívidas do País para com um banco estrangeiro, criando-se um novo registro, com o qual o banco (ou uma empresa, estrangeira ou nacional, que tenha comprado o crédito no exterior) adquire um investimento em capital de risco. A dívida é cancelada, deixando-se de pagar os juros, comissões etc. pagando-se, agora, os dividendos, caso o investimento seja rentável. Esse "passe de mágica" tem comandado o **marketing** da ideia.

Nos investimentos estrangeiros do passado, entravam dólares no País. Agora, abate-se a saída de dólares, quando vencem as "promissórias" (imediatamente, em um, dois, ou mais anos), se seu proprietário decidir não repatriar o capital.

A entrada de dólares, no passado, finanziava um déficit em contas correntes (no balanço de pagamentos), que era o mecanismo pelo qual o País absorvia recursos reais (poupanças) externos. Havia, portanto, uma contribuição positiva para o desenvolvimento econômico, o que não existe na conversão porque a poupança externa já se fez no passado (quando a dívida externa cresceu para "financiar" o déficit em contas correntes). Resta agora discutir apenas a mudança da propriedade de ativos. Mas é, somente, isto: não ocorrerão investimentos novos, embora bancos, empresas ou pessoas físicas possam, individualmente, beneficiar-se do esquema.

Concentremo-nos na repatriação do capital. Ela não ocorrerá quando:

- Brasileiros, com dólares no exterior, "esquentarem" seus recursos, adquirindo ativos reais no Brasil, renunciando ao "esfriamento" posterior, mantendo a moeda forte, perpetuamente, no País;

- Quando o titular, estrangeiro, do crédito convertido preferir, a sua escolha, manter os recursos, permanentemente, no Brasil, auferindo, com isto, apenas seus dividendos.

Investimentos com dividendos elevados poderão ter maior permanência no País. Mas se a conversão objetivar, apenas, um ganho de capital, comprando-se ativos reais baratos, prevendo vendê-los caros, adiante, a repatriação ocorrerá e o País será prejudicado. Porque se antecipará a remessa do principal de uma dívida que, se reescalonada, teria maior prazo para ser paga. Porque vendemos barato o que custou caro para construir. Porque enriquecemos alguns **brokers** que não contribuiram para o desenvolvimento nacional. E porque ficamos, de troco, com o problema da dívida externa, ainda por resolver.

Admitamos conversões que excluam explorações oportunistas de ganhos de capital. Sua magnitude será maior se existirem:

- Projetos rentáveis, geridos por empresários nacionais, hígidos financeiramente, com uma história pregressa de sucessos, que atraiam sócios (bancos, empresas estrangeiras ou nacionais, com recursos no exterior);

- Bancos dispostos a proteger seus ativos, saindo de "riscos soberanos", sujeitos aos azares da errática gestão da dívida externa, e com permissão de suas agências

reguladoras (no caso americano, o **Comptroller of the Currency** e o **Federal Reserve System**) para converter parte de seus ativos.

Por que esta proposição de que as conversões não adicionam capacidade produtiva, quando a sabedoria convencional afirma, exatamente, o contrário? Os defensores deste esquema reconhecem que os efeitos da conversão podem ser pequenos sobre a dívida externa (se o Brasil convertesse 2 bilhões de dólares, por ano, por dez anos consecutivos, reduziria apenas 20 bilhões de dólares de uma dívida que anda pela casa dos 120 bilhões de dólares), mas afirmam que seus efeitos sobre os investimentos seriam, significativamente, maiores. Isto não é verdade, pois estariam adicionando 2 bilhões de dólares por ano de novos investimentos, e, partindo-se de um PIB de 270 bilhões de dólares, a taxa de investimento se elevaria dos atuais 16 por cento do PIB para 17 por cento do PIB, aproximadamente. Isto não é negligível, mas está longe de ser uma panaceia.

Embora seja o nível de investimentos que aumente a capacidade produtiva, ele deve ser financiado por um aumento real de poupanças. Caso contrário, colhe-se, apenas, mais inflação. E de onde virão estas poupanças? Nosso endividamento corre dos investimentos excessivos das estatais, muitos dos quais nunca se completaram, apenas produzindo déficits elevados. Isto sem se falar nos déficits de Estados, Municípios e da própria administração direta federal. Se nossa taxa de poupanças é baixa, não é porque o setor privado não poupe, mas porque o Governo, teimosamente, mantendo déficits operacionais elevados, vem "despoupando". Para que se gerem poupanças adicionais, é fundamental que o déficit público seja cortado a zero: se não, todo o processo de conversão se transformará em um brinquedo de vida curta, como o Plano Cruzado, com a ingênuo sensação de que encontramos o caminho indolor do crescimento, quando, na realidade, desajustamos, em vez de ajustar, a economia brasileira.

Admitamos que o Governo corte a zero o déficit público, privatize algumas empresas estatais de porte, e gere o espaço para que recursos que, anteriormente, financiavam investimentos estatais ineficientes possam migrar para empresas privadas eficientes. Estaremos falando de um novo esquema, que não mais padece dos males do anterior. Porque a taxa (interna) de poupança terá se elevado (pela eliminação da "despoupança" do Governo), porque recursos reais migrarão para fora de áreas ineficientes, e porque, com isto, reduziremos a totalidade (ou a quase totalidade) da dívida externa convertida (certamente, não a totalidade da dívida externa do País).

Estas conversões devem destinar-se a projetos que elevem a capacidade produtiva, a produção e o emprego. Qualificando melhor, elas não precisam encaminhar-se, somente, para projetos novos. Empresas com gestões operacionais primorosas, mas que tenham se endividado em dólares, sofrerão desvalorizações cambiais, encontram-se bem, operacionalmente, mas mal, devido ao passivo oneroso. O capital ingressado com a conversão saneará seu passivo, habilitando-as a investir, ainda que, somente, adiante, no tempo.

Voltemos à questão das poupanças. Para que os investimentos cresçam, dado o produto, é preciso que alguém poupe mais, e aqui a redução do déficit público é a cha-

ve-mestra do sucesso. Existiriam outros canais potenciais? Novamente a resposta é negativa.

O mercado de operações da Resolução 63 e da Lei nº 4.131 desapareceu, pela conjunção da crise da dívida e dos riscos de câmbio. O mercado de capitais ainda é estreito, pois, mesmo depois da recente recuperação das Bolsas, o volume diário de transações aproxima-se de 30 milhões de dólares, incluindo-se, neste total, o mercado de opções. Dada a magnífica desarraiação inflacionária produzida pela "Nova República", inexiste a intermediação de empréstimos longos, com os poupadões somente comprando ativos curtos, que financiam primordialmente o Governo. Os bancos fogem de empréstimos ao setor privado, devido à percepção do risco de apodrecerem seus ativos. Não é à toa que mais de dois terços dos ativos bancários são empréstimos a governos. Os financiamentos proporcionados pelo BNDES têm papel importante, mas são limitados, porque sujeitos a orçamentos. Por todas estas razões, a conversão da dívida pode potencialmente proporcionar uma contribuição, desde que, por algum caminho, se gerem poupanças adicionais na economia. Mas elas somente ocorrerão se o Governo parar de "despoupar".

As conversões não são recentes no Brasil. Recordo-me de muitas realizadas, pelo menos, desde 1984. Mas, na "Velha República", tomaram-se cuidados.

Os descontos de papéis brasileiros no mercado secundário (então muito inferiores aos atuais) podiam estimular firmas estrangeiras, com subsidiárias no Brasil, a repatriar o capital (dentro da Lei nº 4.131). Repatriando 100 milhões de dólares, comprando no mercado secundário créditos com um deságio de 18 por cento (por 82 milhões de dólares), poderiam reingressar os papéis (não os dólares), cancelando o registro da dívida, obtendo um registro de capital de risco, pelo valor de face dos papéis (de 100 milhões de dólares).

O País perderia 100 milhões de dólares de reservas, imediatamente. A dívida externa declinaria em 100 milhões de dólares, mas o fluxo de caixa, inicialmente reduzido, somente se recuperaria adiante, quando do vencimento dos papéis. Gastaríamos, de imediato, 100 milhões de dólares, recuperando-os, gradualmente, no futuro, ocorrendo uma perda em termos de valor presente. O capital da subsidiária permaneceria intacto, em cruzados, mas seria "aguado", em dólares. Por isso esta válvula foi fechada. Não que estas operações tivessem ocorrido. Mas porque o Governo da "Velha República" antecipou-se, trancando a válvula.

Somente eram permitidas operações de conversão realizadas ao par, dólar por dólar, de matrizes que haviam emprestado para filiais, cancelando-se a dívida em dólares, e abrindo-se o registro do capital de risco, do mesmo valor (convertido em cruzados à taxa cambial oficial do dia), na subsidiária, impondo-se um período de permanência, igual ao do vencimento da dívida. As conversões foram realizadas em empresas afins das matrizes, com altas rentabilidades, e chances mínimas de repatriação. Eram, portanto, cancelamentos de dívida. Não perdemos reservas, e não "aguamos" o capital, em dólares, das subsidiárias. E obtivemos, pelo menos, a vantagem do abatimento de um pedaço da dívida externa.

(Conclui amanhã)